

بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهسا قجریگی^۱ فاطمه اللهیاری^۲

۱. استادیار، مدیر گروه حسابداری، رئیس دانشکده علوم انسانی و مدیریت، دانشگاه غیاث الدین جمشید کاشانی، آبیک، ایران

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه غیاث الدین جمشید کاشانی، آبیک، ایران

چکیده

تمرکز مشتری یکی از ویژگی های مهم ساختار درآمدی شرکت است که می تواند به طور هم زمان منشأ مزیت اقتصادی و ریسک عملیاتی باشد. از یک سو، روابط پایدار با مشتریان عمده می تواند هزینه های مبادله و بازاریابی را کاهش داده، قابلیت پیش بینی فروش را افزایش دهد و زمینه بهبود کارایی عملیاتی را فراهم آورد؛ از سوی دیگر، وابستگی شدید به تعداد محدودی مشتری ممکن است قدرت چانه زنی آنان را افزایش داده و شرکت را در برابر قطع روابط تجاری و نوسان جریان های نقدی آسیب پذیر سازد. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. پژوهش از نظر هدف کاربردی، از حیث روش توصیفی - همبستگی و از نظر زمانی پس رویدادی است. نمونه پژوهش شامل ۱۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۳ و در مجموع ۲۲۸۲ مشاهده شرکت - سال است. برای آزمون فرضیه از رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده های تابلویی استفاده شد. ارزش شرکت با معیار مبتنی بر کیو توبین و تمرکز مشتری از نسبت فروش به مشتریان عمده، یعنی مشتریانی که هر یک حداقل ۱۰ درصد فروش شرکت را تشکیل می دهند، به کل فروش اندازه گیری شد. نتایج حاصل از برآورد مدل اثرات ثابت نشان داد ضریب تمرکز مشتری برابر با ۰/۸۹۳ و در سطح خطای کمتر از یک درصد معنادار است. بنابراین، تمرکز مشتری تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. یافته ها نشان می دهد در شرکت های مورد بررسی، منافع حاصل از روابط پایدار با مشتریان کلیدی، کاهش هزینه های مبادله، افزایش قابلیت پیش بینی تقاضا و بهبود هماهنگی عملیاتی بر ریسک های ناشی از وابستگی به مشتریان عمده غلبه کرده است. این نتیجه بر ضرورت توجه مدیران، تحلیلگران و سرمایه گذاران به کیفیت و ساختار روابط مشتریان در کنار شاخص های مالی متعارف تأکید دارد.

واژگان کلیدی: تمرکز مشتری، مشتریان عمده، ارزش شرکت، کیو توبین، روابط تجاری، بورس اوراق بهادار تهران.



۱. مقدمه

ارزش شرکت یکی از بنیادی ترین مفاهیم در ادبیات مالی است و نشان دهنده ارزیابی بازار از توانایی بنگاه در ایجاد جریان های نقدی آتی، مدیریت ریسک، بهره برداری از فرصت های رشد و تخصیص کارآمد منابع است. پژوهش مورک، شلیفر و ویشنی (۱۹۸۸) نشان داد که ویژگی های مدیریتی و مالکیتی شرکت می تواند انعکاس مستقیمی در ارزش بازار داشته باشد. از این رو، شناسایی متغیرهایی که بتوانند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهند، هم برای مدیران و سرمایه گذاران و هم برای پژوهشگران مالی اهمیت دارد. بعدها مهران (۱۹۹۵) نیز نشان داد ساختارهای مدیریتی و انگیزشی می توانند با عملکرد و ارزش شرکت ارتباط معناداری داشته باشند.

در کنار متغیرهای سنتی مالی و حاکمیتی، ساختار روابط تجاری شرکت با مشتریان در سال های اخیر به یکی از حوزه های مهم پژوهش در حسابداری و مالی تبدیل شده است. مشتریان نه تنها منبع اصلی ایجاد درآمد و جریان نقدی هستند، بلکه نوع، تعداد و میزان وابستگی شرکت به آن ها می تواند بر ریسک و سودآوری تأثیر بگذارد. پاتاتوکاس (۲۰۱۲) ساختار پایگاه مشتریان را یکی از ویژگی های اقتصادی با اهمیت شرکت معرفی می کند. افزون بر این، شرایط ارتباط با مشتریان عمده می تواند بر سیاست های تأمین مالی شرکت نیز اثرگذار باشد؛ موضوعی که در پژوهش کامپلو و گائو (۲۰۱۷) مورد تأکید قرار گرفته است.

تمرکز مشتری به وضعیتی اشاره دارد که بخش قابل توجهی از فروش شرکت به تعداد محدودی مشتری عمده اختصاص داشته باشد. افزایش این تمرکز به معنای وابستگی بیشتر درآمد شرکت به مشتریان کلیدی است. دهالیوال و همکاران (۲۰۱۶) نشان داده اند چنین وابستگی ای می تواند با افزایش ریسک ادراک شده از سوی سرمایه گذاران همراه باشد. باین حال، تمرکز مشتری لزوماً یک ویژگی منفی نیست؛ زیرا کائو و همکاران (۲۰۲۱) نیز نشان داده اند پیامدهای تمرکز مشتری می تواند به ویژگی های شرکت و شیوه مدیریت ریسک وابسته باشد.

از دیدگاه ریسک، اتکای بخش بزرگی از فروش به تعداد محدودی مشتری موجب می شود شرکت در برابر کاهش خرید، مشکلات مالی یا قطع رابطه با یکی از مشتریان عمده آسیب پذیر شود. هرتزل و همکاران (۲۰۰۸) نشان دادند مشکلات مالی می تواند در طول زنجیره تأمین از یک بنگاه به بنگاه های مرتبط منتقل شود. در چنین شرایطی، کاهش توان مالی مشتری اصلی ممکن است به کاهش فروش و جریان نقدی عرضه کننده منجر شود. جوریون و ژانگ (۲۰۰۹) نیز وجود سازوکارهای سرایت ریسک میان طرف های تجاری را مورد تأیید قرار داده اند.

تمرکز مشتری همچنین می تواند قدرت چانه زنی خریداران را افزایش دهد. در شرایطی که یک مشتری سهم بزرگی از فروش عرضه کننده را در اختیار دارد، هزینه از دست دادن آن مشتری برای عرضه کننده افزایش می یابد. پورتر (۱۹۸۰) قدرت خریداران را یکی از نیروهای اصلی تعیین کننده توزیع منافع اقتصادی در صنعت می داند. در چنین موقعیتی مشتری عمده می تواند برای دریافت تخفیف بیشتر، افزایش مهلت پرداخت یا تغییر شرایط قرارداد فشار وارد کند. شواهد اسنایدر (۱۹۹۸) نیز نشان می دهد خریداران بزرگ در برخی شرایط قادرند از قدرت خود برای دستیابی به شرایط قیمتی مطلوب تر استفاده کنند.

با وجود این، افزایش تمرکز مشتری الزاماً به کاهش ارزش شرکت منجر نمی شود. روابط بلندمدت با مشتریان کلیدی می تواند هزینه های جست و جو، مذاکره، بازاریابی و انعقاد قرارداد را کاهش دهد. کالوانی و نارایانداس (۱۹۹۵) نشان داده اند روابط تجاری بلندمدت می تواند مزایای اقتصادی قابل توجهی برای طرفین ایجاد کند. این روابط همچنین امکان برنامه ریزی دقیق تر تولید و موجودی را فراهم می آورد و اعتماد میان طرفین را تقویت می کند. نقش اعتماد در تسهیل روابط زنجیره تأمین در پژوهش غوش و فدوروویچ (۲۰۰۸) نیز مورد تأکید قرار گرفته است.

مطابق دیدگاه رابطه ای، بخشی از مزیت رقابتی شرکت ممکن است نه در منابع داخلی آن، بلکه در روابط منحصر به فرد و بلندمدت با شرکای تجاری شکل گیرد. دایر و سینگ (۱۹۹۸) استدلال می کنند که اعتماد، تبادل دانش و سرمایه گذاری های مکمل می تواند نوعی رانت رابطه ای ایجاد کند. بنابراین، مشتریان عمده در صورت استمرار رابطه و وجود همکاری متقابل، می توانند بخشی از سرمایه رابطه ای شرکت محسوب شوند. چنین روابطی به ویژه زمانی ارزشمند می شوند که رقبا قادر به تقلید سریع آن ها نباشند.

پایگاه مشتریان همچنین می تواند نوعی دارایی اقتصادی نامشهود باشد. بوناچی و همکاران (۲۰۱۵) پایگاه مشتری را دارایی پنهان اما بااهمیتی معرفی می کنند که ارزش آن از فروش جاری فراتر می رود. ثبات تقاضا، هزینه کمتر جذب مشتری و اطلاعات حاصل از تعاملات مستمر نیز می تواند بخشی از ارزش این رابطه را تشکیل دهد. پاتاتوکاس (۲۰۱۲) نیز نشان داده است تمرکز پایگاه مشتری می تواند با پیامدهای عملیاتی معناداری همراه باشد. یکی دیگر از سازوکارهای بالقوه ارزش آفرینی تمرکز مشتری، افزایش کارایی عملیاتی است. سفارش های بزرگ و مستمر می تواند امکان استفاده بهتر از ظرفیت تولید و کاهش هزینه های فروش را فراهم آورد. ایروین، پارک و ییلدیزهان (۲۰۱۶) رابطه میان تمرکز پایگاه مشتری و سودآوری شرکت



را مورد بررسی قرار داده اند. در ادامه این مسیر پژوهشی، هوپی، لیانگ و یونگ (۲۰۱۹) نیز نشان دادند تأثیر مشتریان عمده بر سودآوری می تواند به ویژگی های رابطه تجاری وابسته باشد.

از منظر اطلاعاتی نیز روابط با مشتریان بزرگ می تواند حائز اهمیت باشد. تداوم همکاری با یک مشتری معتبر ممکن است از سوی سرمایه گذاران نشانه ای از کیفیت محصول، قابلیت تولید و اعتبار تجاری شرکت تلقی شود. پاندیت، واسلی و زاک (۲۰۱۱) نشان داده اند اطلاعات می تواند در طول زنجیره تأمین دارای آثار سرریز باشد. افزون بر این، چپو، کیم و وانگ (۲۰۱۹) نشان می دهند اطلاعات مربوط به مشتریان می تواند بر تصمیم های اقتصادی عرضه کنندگان اثرگذار باشد.

برآیند این دیدگاه های نظری نشان می دهد که اثر تمرکز مشتری بر ارزش شرکت از تقابل دو سازوکار اصلی ناشی می شود. نخست، افزایش ریسک وابستگی و قدرت چانه زنی مشتریان است که دهالیوال و همکاران (۲۰۱۶) یکی از ابعاد آن را از منظر هزینه سرمایه بررسی کرده اند. دوم، افزایش ارزش سرمایه رابطه ای، ثبات فروش و کاهش هزینه های مبادله است که در ادبیات روابط بین شرکتی مورد تأکید قرار گرفته است. بنابراین، جهت نهایی رابطه میان تمرکز مشتری و ارزش شرکت را نمی توان بدون آزمون تجربی تعیین کرد.

اهمیت بررسی این موضوع در بازار سرمایه ایران دوچندان است؛ زیرا در برخی صنایع بورسی، ساختار بازار محصول متمرکز بوده و شرکت ها بخش قابل توجهی از فروش خود را به تعداد محدودی خریدار اختصاص می دهند. مطالعات بین المللی نشان داده اند ساختار مشتریان می تواند با هزینه تأمین مالی شرکت مرتبط باشد؛ کامپلو و گائو (۲۰۱۷) این موضوع را در قراردادهای وام بررسی کرده اند. از سوی دیگر، وابستگی به مشتریان خاص می تواند در شرایط نامساعد اقتصادی ریسک بیشتری ایجاد کند. از این رو، تحلیل کیفیت درآمد بدون بررسی ترکیب مشتریان ممکن است تصویر ناقصی از وضعیت شرکت ارائه دهد.

ساختار نهادی و مالی بازار ایران نیز با بسیاری از اقتصادهای توسعه یافته تفاوت دارد؛ بنابراین نمی توان انتظار داشت آثار تمرکز مشتری الزاماً با نتایج مشاهده شده در سایر کشورها یکسان باشد. لنس (۲۰۰۳) نشان داده است سازوکارهای ارزش گذاری در بازارهای نوظهور می تواند تحت تأثیر ویژگی های مالکیتی و نهادی قرار گیرد. بر همین اساس، بررسی تجربی رابطه تمرکز مشتری و ارزش شرکت در بورس تهران می تواند شواهد بومی مهمی درباره ارزش اقتصادی روابط با مشتریان عمده فراهم آورد.

بر این اساس، سؤال اصلی پژوهش حاضر آن است که تمرکز مشتری چه تأثیری بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟ مطالعه رابطه مذکور در یک دوره زمانی نسبتاً طولانی می تواند امکان مشاهده تغییرات شرکت ها در شرایط مختلف اقتصادی را فراهم کند. رابرتس و وایت (۲۰۱۳) نیز بر اهمیت طراحی مناسب مطالعات تجربی مالی برای تفسیر روابط میان متغیرهای شرکتی تأکید کرده اند. برای پاسخ به سؤال تحقیق، اطلاعات ۱۶۳ شرکت طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۳ مورد بررسی قرار می گیرد.

۲. مبانی نظری، پیشینه و توسعه فرضیه

ارزش شرکت بیانگر ارزیابی سرمایه گذاران از توانایی بنگاه در ایجاد منافع اقتصادی آتی است. معیارهای مبتنی بر بازار برخلاف بسیاری از معیارهای صرفاً حسابداری، انتظارات سرمایه گذاران درباره آینده را نیز منعکس می کنند. مورک، شلیفر و ویشنی (۱۹۸۸) از شاخص های بازارمحور برای بررسی ارتباط ساختار مدیریتی با ارزش شرکت استفاده کرده اند. در همین راستا، معیارهای مبتنی بر کیو توبین به یکی از شاخص های رایج ارزش شرکت در مطالعات مالی تبدیل شده اند.

پژوهش های حاکمیت شرکتی نشان می دهد ارزش شرکت تحت تأثیر مجموعه ای از عوامل مالی و غیرمالی قرار دارد. آمان و همکاران (۲۰۱۱) شواهدی بین المللی درباره رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ارائه کرده اند. از سوی دیگر، اصلاحات مربوط به ساختار هیئت مدیره نیز می تواند ارزیابی بازار از شرکت را تغییر دهد؛ فوور و همکاران (۲۰۱۷) این رابطه را در سطح بین المللی مورد بررسی قرار داده اند. بنابراین، ارزش بازار را باید حاصل تعامل عملکرد مالی، ساختار مدیریتی و روابط قراردادی شرکت دانست.

در این چارچوب، روابط شرکت با مشتریان نیز می تواند یکی از عوامل مؤثر بر ارزش باشد. مشتریان منبع اصلی فروش هستند و تغییر در ساختار آن ها قادر است میزان و پایداری جریان های نقدی را تغییر دهد. پاتاتوکاس (۲۰۱۲) تمرکز پایگاه مشتری را یک ویژگی اقتصادی معنادار شرکت می داند. بنابراین، بررسی ساختار مشتریان می تواند اطلاعاتی فراتر از رقم کل فروش درباره کیفیت درآمد شرکت فراهم سازد.

تمرکز مشتری معمولاً بر اساس سهم فروش مشتریان عمده از کل فروش شرکت سنجیده می شود. هرچه سهم تعداد محدودی از مشتریان از درآمد شرکت بیشتر باشد، درجه تمرکز افزایش می یابد. دهالیوال و همکاران (۲۰۱۶) نشان داده اند تمرکز مشتری می تواند از منظر سرمایه گذاران منشأ



ریسک باشد. در عین حال، کاو و همکاران (۲۰۲۱) بیان می کنند ساختار مشتریان می تواند رفتار ریسک پذیری شرکت را نیز تحت تأثیر قرار دهد. این موضوع بیانگر چندبعدی بودن آثار تمرکز مشتری است.

یکی از مهم ترین چارچوب های نظری برای توضیح آثار منفی تمرکز مشتری، دیدگاه قدرت چانه زنی است. هنگامی که یک مشتری بخش بزرگی از فروش عرضه کننده را در اختیار دارد، هزینه از دست دادن آن برای شرکت افزایش می یابد. پورتر (۱۹۸۰) این وضعیت را یکی از منابع قدرت خریدار در ساختار صنعت معرفی می کند. در چنین شرایطی، مشتری ممکن است خواهان تخفیف بیشتر یا شرایط اعتباری مناسب تر شود. اسنایدر (۱۹۹۸) نیز نشان می دهد اندازه بزرگ خریدار در برخی بازارها می تواند به شرایط قیمتی مطلوب تر برای او منجر شود.

از منظر ریسک نیز تمرکز مشتری ممکن است پیامدهای منفی ایجاد کند. هرتزل و همکاران (۲۰۰۸) نشان داده اند بحران مالی یک بنگاه می تواند از طریق ارتباطات تجاری به سایر اعضای زنجیره تأمین سرایت کند. بنابراین، وابستگی عرضه کننده به یک مشتری بزرگ ممکن است موجب انتقال مستقیم بخشی از ریسک مالی مشتری به عرضه کننده شود. جوریون و ژانگ (۲۰۰۹) نیز شواهدی از سرایت ریسک طرف مقابل ارائه کرده اند که اهمیت وابستگی های بین شرکتی را برجسته می کند.

افزایش ریسک ناشی از تمرکز مشتری حتی می تواند بر تأمین مالی شرکت اثر بگذارد. دهالیوال و همکاران (۲۰۱۶) نشان داده اند ریسک تمرکز مشتری می تواند با هزینه حقوق صاحبان سهام ارتباط داشته باشد. در بازار بدهی نیز تأمین کنندگان مالی ممکن است وابستگی شدید به مشتریان خاص را در ارزیابی ریسک قرارداد لحاظ کنند. کامپلو و گائو (۲۰۱۷) نشان داده اند تمرکز مشتری با شرایط قراردادهای وام ارتباط معناداری دارد. باین حال، دیدگاه روابط بلندمدت پیش بینی متفاوتی ارائه می کند. تعامل مستمر با مشتریان ثابت موجب کاهش هزینه های جست و جو، مذاکره و هماهنگی می شود. کالوانی و نارایانداس (۱۹۹۵) نشان می دهند روابط طولانی مدت تولیدکننده با شرکای تجاری می تواند پیامدهای مالی مطلوبی داشته باشد. همچنین ایجاد اعتماد میان طرفین می تواند هزینه های نظارت و هماهنگی را کاهش دهد؛ غوش و فدوروویچ (۲۰۰۸) بر نقش اعتماد در حاکمیت زنجیره تأمین تأکید کرده اند.

بر مبنای دیدگاه رابطه ای، روابط بین شرکتی می تواند خود منبع ایجاد ارزش باشد. دایر و سینگ (۱۹۹۸) استدلال می کنند همکاری میان بنگاه ها قادر است رانتهایی ایجاد کند که در سطح یک شرکت منفرد دست یافتنی نیست. اعتماد، اشتراک دانش و سرمایه گذاری های خاص رابطه از سازوکارهای اصلی ایجاد چنین ارزشی هستند. بنابراین، مشتری عمده در صورت شکل گیری رابطه پایدار می تواند به یک منبع راهبردی برای عرضه کننده تبدیل شود.

این دیدگاه با مفهوم سرمایه رابطه ای نیز سازگار است. رابطه بلندمدت با مشتریان کلیدی می تواند اطلاعات مستمری درباره نیازهای بازار و کیفیت محصولات در اختیار شرکت قرار دهد. بوناچی و همکاران (۲۰۱۵) ارزش اقتصادی پایگاه مشتری را فراتر از فروش جاری می دانند. بنابراین، مشتری نه تنها منبع درآمد، بلکه می تواند یکی از منابع اطلاعاتی و یادگیری سازمان نیز باشد. بوناچی و همکاران (۲۰۱۵) همچنین تأکید می کنند ارزش پایگاه مشتری شامل احتمال استمرار خرید و کاهش هزینه های حفظ مشتری نیز می شود. این موضوع نشان می دهد وجود تعداد محدودی مشتری پایدار می تواند در برخی شرایط به افزایش ارزش اقتصادی شرکت کمک کند. چنین تفسیری با یافته های پاتانو کاس (۲۰۱۲) درباره پیامدهای عملکردی تمرکز پایگاه مشتری سازگاری دارد.

از منظر سودآوری نیز شواهد یکسان نیست. ایروین، پارک و ویلیدی زهان (۲۰۱۶) نشان داده اند تمرکز پایگاه مشتری می تواند با سودآوری شرکت ارتباط داشته باشد. باین حال، کیفیت این رابطه به شرایط بنگاه و ویژگی مشتری بستگی دارد. هوئی، لیانگ و یونگ (۲۰۱۹) نیز نشان داده اند ساختار مشتریان عمده می تواند آثار متفاوتی بر عملکرد سودآوری ایجاد کند.

تمرکز مشتری همچنین می تواند بر سیاست های راهبردی شرکت تأثیر بگذارد. پان و همکاران (۲۰۲۰) نشان داده اند تمرکز مشتری با فعالیت های نوآورانه شرکت ارتباط دارد. یکی از تبیین های این رابطه آن است که مشتریان اصلی اطلاعات دقیق تری درباره نیازهای بازار به عرضه کننده منتقل می کنند. از این منظر، مشتریان عمده می توانند علاوه بر ایجاد تقاضا، در شکل گیری جهت گیری های سرمایه گذاری شرکت نیز نقش داشته باشند. از منظر اطلاعاتی، ارتباط میان اعضای زنجیره تأمین باعث می شود اطلاعات یک شرکت برای ارزیابی شرکت های مرتبط نیز مفید باشد. پاندیت، واسلی و زاک (۲۰۱۱) آثار اطلاعاتی در طول زنجیره تأمین را مستند کرده اند. این انتقال اطلاعات می تواند بر ارزیابی بازار از عرضه کننده تأثیر بگذارد. چپو، کیم و وانگ (۲۰۱۹) نیز نشان داده اند افشاهای مشتریان می تواند بر تصمیم های سرمایه گذاری عرضه کنندگان اثرگذار باشد.



بنابراین، وجود مشتریان بزرگ و معتبر ممکن است از سوی سرمایه گذاران به عنوان نشانه ای از کیفیت محصول و ثبات روابط تجاری شرکت تفسیر شود. بوناچی و همکاران (۲۰۱۵) بر ارزش اقتصادی روابط پایدار با مشتریان تأکید کرده اند. در شرایطی که بازار استمرار یک رابطه تجاری را نشانه کاهش عدم اطمینان درباره فروش آینده بدانند، تمرکز مشتری می تواند از مسیر اطلاعاتی نیز ارزش شرکت را افزایش دهد. از سوی دیگر، مشتریان بزرگ گاهی می توانند نقش نظارتی ایفا کنند. به دلیل حجم بالای معاملات، آن ها انگیزه بیشتری برای کنترل کیفیت و عملکرد عرضه کننده دارند. ایتزکوویتز (۲۰۱۵) مشتریان را یکی از ذی نفعان مؤثر بر رفتار شرکت معرفی می کند. این نظارت غیررسمی ممکن است عرضه کننده را به رعایت استانداردهای بالاتر و افزایش کارایی ترغیب کند.

جمع بندی ادبیات نشان می دهد دو اثر متضاد در رابطه تمرکز مشتری و ارزش شرکت وجود دارد. هرتزل و همکاران (۲۰۰۸) اهمیت ریسک وابستگی و انتقال شوک در روابط بین شرکتی را نشان داده اند. در مقابل، دیدگاه رابطه ای دایر و سینگ (۱۹۹۸) بر ظرفیت روابط پایدار برای ایجاد ارزش تأکید دارد. بنابراین، جهت نهایی رابطه به برتری نسبی این دو سازوکار بستگی خواهد داشت.

در صورتی که روابط مشتریان عمده پایدار باشد، مزایایی مانند هماهنگی، کاهش هزینه و افزایش قابلیت پیش بینی تقاضا می تواند بر ریسک وابستگی غلبه کند. پاتاتوکاس (۲۰۱۲) شواهدی در حمایت از مزایای عملیاتی تمرکز مشتری ارائه کرده است. با این حال، در شرایطی که قدرت چانه زنی مشتری بسیار بالا باشد، آثار منفی ممکن است غالب شود؛ دهالیوال و همکاران (۲۰۱۶) بخشی از این ریسک را در ارتباط با هزینه سرمایه نشان داده اند.

با توجه به ناهمگونی یافته های پیشین و کمبود شواهد تجربی درباره بازار سرمایه ایران، بررسی این رابطه در بورس تهران می تواند به توسعه ادبیات موضوع کمک کند. کامپلو و گائو (۲۰۱۷) نشان داده اند آثار تمرکز مشتری فراتر از حوزه عملیات بوده و حتی شرایط تأمین مالی را نیز در بر می گیرد. بنابراین، انتظار می رود ساختار مشتریان بتواند در ارزش گذاری بنگاه نیز انعکاس یابد.

بر این اساس، فرضیه پژوهش به شرح زیر تدوین می شود:

فرضیه پژوهش: تمرکز مشتری بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

۳. روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی - همبستگی است. با توجه به اینکه اطلاعات مورد استفاده از داده های تاریخی صورت های مالی و گزارش های منتشر شده شرکت ها استخراج شده است، پژوهش از نوع پس رویدادی محسوب می شود. جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که پس از اعمال معیارهای انتخاب نمونه، ۱۶۳ شرکت طی دوره ۱۴ ساله ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۳ در نمونه نهایی قرار گرفتند. بر این اساس، ۲۲۸۲ مشاهده شرکت - سال برای تحلیل آماری در دسترس بوده است. استفاده از داده های تابلویی امکان بهره گیری هم زمان از تغییرات مقطعی بین شرکت ها و تغییرات زمانی هر شرکت را فراهم می سازد.

متغیر وابسته پژوهش ارزش شرکت با نماد TQ است که از نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی ها به کل دارایی های شرکت محاسبه می شود. متغیر مستقل، تمرکز مشتری با نماد CUSTOMER است و از نسبت مجموع فروش به مشتریان عمده به کل فروش شرکت محاسبه می شود. مشتری عمده در این پژوهش مشتری ای است که به تنهایی حداقل ۱۰ درصد از فروش شرکت را به خود اختصاص داده باشد. برای کنترل سایر عوامل مؤثر بر ارزش شرکت نیز متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی ها، مالکیت بزرگ ترین سهامدار، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و عمر شرکت در مدل وارد شده اند.

مدل تجربی پژوهش به صورت زیر برآورد شده است:

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 CUSTOMER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 TOP1_{it} + \beta_6 BOARD_{it} + \beta_7 INDEP_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

در این مدل، TQ بیانگر ارزش شرکت، CUSTOMER تمرکز مشتری، SIZE اندازه شرکت، LEV اهرم مالی، ROA بازده دارایی ها، TOP1 مالکیت بزرگ ترین سهامدار، BOARD اندازه هیئت مدیره، INDEP استقلال هیئت مدیره و AGE عمر شرکت است.

داده های اولیه در نرم افزار اکسل آماده و محاسبه شده و تحلیل آماری با استفاده از نرم افزار ایویوز انجام شده است. در مرحله نخست، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش بررسی شد و سپس پایایی متغیرها و همبستگی میان آن ها مورد ارزیابی قرار گرفت. برای تعیین مناسب بودن استفاده از داده های تلفیقی یا تابلویی از آزمون اف لیمر و برای انتخاب میان روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. نتایج آزمون اف لیمر بیانگر ترجیح داده های تابلویی و نتایج آزمون هاسمن بیانگر مناسب بودن روش اثرات ثابت بود. همچنین به منظور تعدیل مشکل ناهمسانی واریانس



باقیمانده ها، مدل نهایی با رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته برآورد شد. معناداری کلی مدل از طریق آماره فیشر و معناداری ضرایب متغیرها از طریق آزمون t بررسی شد.

۴. یافته های پژوهش

نتایج آمار توصیفی نشان می دهد تعداد مشاهدات مورد استفاده برای هر یک از متغیرهای اصلی برابر با ۲۲۸۲ است. میانگین ارزش شرکت برابر با ۲۰۵۶۲۷ و میانگین متغیر تمرکز مشتری برابر با ۰٫۱۷۶۶ است. این مقدار نشان می دهد به طور متوسط حدود ۱۷٫۷ درصد از فروش شرکت های نمونه به مشتریان عمده اختصاص داشته است. حداقل مقدار تمرکز مشتری صفر و حداکثر آن ۰٫۵۰۹۳ است که بیانگر تفاوت قابل توجه میان شرکت ها از نظر میزان وابستگی به مشتریان کلیدی است.

برای تعیین روش مناسب برآورد مدل، ابتدا آزمون اف لیمر انجام شد. آماره آزمون برابر با ۴۰۴۸۷۸۲۶ و سطح احتمال آن ۰٫۰۰۰۰۰ به دست آمد. بنابراین فرض صفر مبنی بر یکسان بودن عرض از مبدأ شرکت ها رد شد و استفاده از داده های تابلویی در مقایسه با داده های تلفیقی مناسب تشخیص داده شد.

در مرحله بعد، آزمون هاسمن برای انتخاب میان اثرات ثابت و تصادفی انجام گرفت. آماره کای دو برابر با ۲۷۵۰۲۷۰۲۰۱ و سطح احتمال برابر با ۰٫۰۰۰۰۰ بود؛ بنابراین فرض صفر آزمون رد و روش اثرات ثابت برای برآورد مدل انتخاب شد.

نتایج نهایی مدل در جدول زیر ارائه شده است:

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰٫۵۳۶۴۸۳	۰٫۰۴۳۵۱۳	-۱۲٫۳۲۹۲۵	۰٫۰۰۰۰۰
تمرکز مشتری	۰٫۸۹۳۱۰۶	۰٫۳۲۵۵۶۳	۲٫۷۴۳۲۶۴	۰٫۰۰۰۶۱
اندازه شرکت	۰٫۰۹۵۱۲۰	۰٫۰۱۱۴۹۴	۸٫۲۷۵۳۲۸	۰٫۰۰۰۰۰
اهرم مالی	-۰٫۸۱۸۴۲۳	۰٫۲۲۸۰۵۶	-۳٫۵۸۸۶۹۲	۰٫۰۰۰۰۳
بازده دارایی ها	۰٫۵۴۸۸۴۶	۰٫۰۵۶۰۱۱	۹٫۷۹۸۸۹۲	۰٫۰۰۰۰۰
مالکیت بزرگ ترین سهامدار	۰٫۷۱۴۷۳۶	۰٫۲۳۲۲۵۸	۳٫۰۷۷۳۴۱	۰٫۰۰۰۲۱
اندازه هیئت مدیره	-۰٫۳۰۵۶۳۷	۰٫۴۳۵۲۹۵	-۰٫۷۰۲۱۳۹	۰٫۴۸۲۷
استقلال هیئت مدیره	۰٫۱۴۴۸۹۶	۰٫۰۳۰۸۵۱	۴٫۶۹۶۵۹۱	۰٫۰۰۰۰۰
عمر شرکت	۰٫۸۱۶۱۷۰	۰٫۱۴۳۸۴۵	۵٫۶۷۳۹۷۰	۰٫۰۰۰۰۰

ضریب تعیین مدل برابر با ۰٫۶۷۵۸۹۷ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰٫۶۳۳۶۹۱ است. بنابراین متغیرهای موجود در مدل توانسته اند بخش قابل توجهی از تغییرات ارزش شرکت را تبیین کنند. آماره فیشر برابر با ۱۱۰۲۷۵۴۹ و سطح احتمال آن برابر با ۰٫۰۰۰۰۰ است که معناداری کلی مدل را تأیید می کند.

ضریب متغیر تمرکز مشتری برابر با ۰٫۸۹۳۱۰۶ است و سطح احتمال ۰٫۰۰۰۶۱ نشان می دهد این ضریب در سطح خطای کمتر از یک درصد معنادار است. علامت مثبت ضریب نیز نشان می دهد با افزایش تمرکز مشتری، ارزش شرکت افزایش یافته است. بنابراین فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار تمرکز مشتری بر ارزش شرکت تأیید می شود.

از میان متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، بازده دارایی ها، مالکیت بزرگ ترین سهامدار، استقلال هیئت مدیره و عمر شرکت دارای اثر مثبت و معنادار بر ارزش شرکت بوده اند. اهرم مالی اثر منفی و معناداری نشان داده است و ضریب اندازه هیئت مدیره از نظر آماری معنادار نبوده است.

۵. بحث و نتیجه گیری

هدف پژوهش حاضر بررسی اثر تمرکز مشتری بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. نتایج نشان داد تمرکز مشتری تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. پاتاتوکاس (۲۰۱۲) نیز نشان داده است تمرکز پایگاه مشتری می تواند در شرایطی با مزایای عملیاتی همراه باشد. ضریب مثبت ۰٫۸۹۳ برای متغیر تمرکز مشتری در پژوهش حاضر نشان می دهد در نمونه مورد بررسی، افزایش وابستگی فروش به مشتریان



عمده با افزایش ارزش بازار شرکت همراه بوده است. این نتیجه از دیدگاهی حمایت می کند که روابط پایدار با مشتریان را یکی از منابع بالقوه خلق ارزش می داند.

نخستین تبیین برای این یافته به ثبات روابط تجاری مربوط است. وجود مشتریان عمده و پایدار می تواند بخشی از عدم اطمینان شرکت درباره تقاضای آینده را کاهش دهد. کالوانی و نارایانداس (۱۹۹۵) مزایای روابط بلندمدت میان بنگاه ها را مورد تأکید قرار داده اند. چنین روابطی امکان برنامه ریزی دقیق تر در تولید، خرید مواد اولیه و موجودی را فراهم می کند و از سوی دیگر، هزینه های بازاریابی و جست و جوی مشتریان جدید را کاهش می دهد. یافته پژوهش همچنین با دیدگاه رابطه ای قابل تبیین است. دایر و سینگ (۱۹۹۸) نشان می دهند مزیت رقابتی می تواند از روابط خاص بین دو بنگاه ایجاد شود. اعتماد، تبادل اطلاعات و سرمایه گذاری های مکمل در طول رابطه، زمینه خلق رانت رابطه ای را فراهم می سازد. بنابراین، مشتری عمده در صورت مدیریت مناسب می تواند به یک دارایی راهبردی تبدیل شود، نه صرفاً یک منبع وابستگی.

نتیجه حاضر همچنین از مفهوم پایگاه مشتری به عنوان دارایی نامشهود حمایت می کند. بوناچی و همکاران (۲۰۱۵) ارزش پایگاه مشتری را فراتر از فروش جاری می دانند. استمرار خرید، اطلاعات حاصل از رابطه و کاهش هزینه های حفظ مشتری بخشی از منافع چنین روابطی هستند. بنابراین، مثبت بودن رابطه تمرکز مشتری و ارزش شرکت می تواند نشان دهنده انعکاس بخشی از این منافع در ارزیابی بازار باشد.

از منظر کارایی عملیاتی نیز یافته پژوهش قابل توجه است. تمرکز فروش بر مشتریان مشخص، هماهنگی تولید با تقاضا را تسهیل می کند. ایروین، پارک و ییلدیزهان (۲۰۱۶) نشان داده اند ساختار پایگاه مشتری می تواند با سودآوری ارتباط داشته باشد. این هماهنگی همچنین می تواند موجب کاهش هزینه های فروش و استفاده مؤثرتر از ظرفیت تولید شود. هوپی، لیانگ و یونگ (۲۰۱۹) نیز اهمیت ویژگی های رابطه با مشتریان عمده را در تبیین سودآوری مطرح کرده اند.

وجود مشتریان بزرگ می تواند نقش علامت دهی نیز داشته باشد. استمرار همکاری یک مشتری معتبر ممکن است از سوی سرمایه گذاران نشانه ای از کیفیت محصول و توان عملیاتی عرضه کننده تلقی شود. پاندیت، واسلی و زاک (۲۰۱۱) وجود آثار اطلاعاتی در طول زنجیره تأمین را تأیید کرده اند. در نتیجه، بازار ممکن است رابطه پایدار با مشتریان مهم را به عنوان اطلاعاتی مثبت درباره چشم انداز آینده شرکت تفسیر کند.

باین حال، یافته مثبت پژوهش نباید به معنای مطلوب بودن تمرکز مشتری در هر سطحی تلقی شود. هرترزل و همکاران (۲۰۰۸) نشان داده اند شوک های مالی می تواند از طریق زنجیره تأمین منتقل شود. بنابراین، وابستگی شدید همچنان می تواند ریسک عملیاتی قابل توجهی ایجاد کند. دهالیوال و همکاران (۲۰۱۶) نیز نشان می دهند بازار سرمایه ممکن است بخشی از ریسک تمرکز مشتری را در هزینه تأمین مالی منعکس کند.

این تمایز برای تفسیر مدیریتی یافته ها ضروری است. هدف مدیریت نباید حداکثرسازی ساده تمرکز مشتری باشد، بلکه باید میان منافع رابطه ای و ریسک وابستگی تعادل ایجاد کند. مشتریانی که از اعتبار مالی، روابط قراردادی پایدار و سابقه همکاری طولانی برخوردارند می توانند ارزش بیشتری ایجاد کنند. در مقابل، تمرکز شدید بر مشتریان ناپایدار ممکن است همان سطح عددی تمرکز را داشته باشد، اما پیامد اقتصادی کاملاً متفاوتی ایجاد کند.

نتایج متغیرهای کنترلی نیز حاوی نکات قابل توجهی است. اثر مثبت اندازه شرکت می تواند با دسترسی بیشتر شرکت های بزرگ به منابع و بازارهای سرمایه مرتبط باشد. آمان و همکاران (۲۰۱۱) نیز نشان داده اند ویژگی های سازمانی و حاکمیتی می توانند در ارزش شرکت منعکس شوند. در پژوهش حاضر، بازده دارایی ها نیز تأثیر مثبت و معناداری داشته است که با اهمیت سودآوری در شکل دهی انتظارات بازار سازگار است.

در مقابل، اهرم مالی دارای اثر منفی و معنادار بر ارزش شرکت بوده است. افزایش بدهی می تواند موجب افزایش ریسک مالی و حساسیت شرکت نسبت به نوسان جریان های نقدی شود. از سوی دیگر، تمرکز مالکیت بزرگ ترین سهامدار دارای اثر مثبت بوده است که می تواند با افزایش انگیزه نظارت بر مدیریت تفسیر شود. اثر مثبت استقلال هیئت مدیره نیز با ادبیات حاکمیت شرکتی سازگار است؛ فوور و همکاران (۲۰۱۷) اهمیت اصلاحات هیئت مدیره را در ارزش شرکت نشان داده اند.

از منظر کاربردی، مدیران باید ساختار مشتریان را بخشی از مدیریت راهبردی شرکت تلقی کنند. تحلیل سهم فروش مشتریان به تنهایی کافی نیست و باید اعتبار مالی، سودآوری رابطه و هزینه جایگزینی مشتری نیز بررسی شود. استمرار روابط با مشتریان ارزشمند می تواند مزایای اقتصادی ایجاد کند، اما لازم است شرکت به موازات آن سناریوهای لازم برای مدیریت احتمال از دست دادن یک مشتری عمده را نیز تدوین کند.

برای سرمایه گذاران و تحلیلگران نیز نتایج نشان می دهد تمرکز بالای مشتری به تنهایی نباید یک علامت منفی تلقی شود. کامپلو و گائو (۲۰۱۷) نشان داده اند نوع ساختار مشتری حتی می تواند در قراردادهای تأمین مالی شرکت منعکس شود. از این رو، تحلیلگر باید علاوه بر میزان تمرکز، کیفیت رابطه، اعتبار مشتری، امکان جایگزینی و استمرار قراردادهای تجاری را نیز مورد ارزیابی قرار دهد.



از منظر سیاست گذاری بازار سرمایه، افزایش شفافیت اطلاعات مربوط به مشتریان عمده می تواند کیفیت تصمیم گیری سرمایه گذاران را ارتقا دهد. با این حال، افشای بیشتر باید با ملاحظات محرمانگی تجاری متوازن شود. چپو، کیم و وانگ (۲۰۱۹) نشان داده اند اطلاعات مربوط به مشتریان می تواند دارای آثار اقتصادی واقعی برای عرضه کنندگان باشد. از این رو، کیفیت افشا درباره مشتریان عمده می تواند در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بازار مؤثر باشد.

پژوهش حاضر با محدودیت هایی نیز مواجه است. نخست، مطالعه به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محدود شده است و تعمیم نتایج به شرکت های غیربورسی باید با احتیاط انجام گیرد. دوم، اندازه گیری تمرکز مشتری به اطلاعات افشا شده توسط شرکت ها وابسته است و تفاوت در کیفیت افشا می تواند بر سنجش متغیر اثر بگذارد. افزون بر این، پژوهش ماهیتی پس رویدادی دارد و بنابراین استنباط علی قطعی از نتایج آن امکان پذیر نیست.

مسئله درون زایی نیز یکی از ملاحظات مهم است. رابرتس و وایتد (۲۰۱۳) تأکید می کنند که روابط مشاهده شده در مطالعات مالی ممکن است تحت تأثیر علیت معکوس یا متغیرهای حذف شده قرار گیرد. برای مثال، ممکن است شرکت های با ارزش تر توانایی بیشتری در جذب مشتریان بزرگ و معتبر داشته باشند. از این رو، پژوهش های آتی می توانند از روش هایی نظیر متغیرهای ابزاری، تطبیق یا مدل های پویای داده های تابلویی برای بررسی استحکام رابطه استفاده کنند.

محدودیت دیگر آن است که شاخص تمرکز مشتری ماهیت عمدتاً کمی دارد و تفاوت میان مشتریان از نظر اعتبار مالی، مدت رابطه، هویت و قدرت چانه زنی را مستقیماً منعکس نمی کند. بوناچی و همکاران (۲۰۱۵) بر جنبه های کیفی ارزش پایگاه مشتری تأکید کرده اند. بنابراین، توسعه شاخص هایی که علاوه بر سهم فروش، کیفیت رابطه را نیز اندازه گیری کنند می تواند یکی از مسیرهای مهم پژوهش های آینده باشد.

پیشنهاد می شود مطالعات آینده نقش کیفیت گزارشگری مالی، حاکمیت شرکتی و رقابت بازار محصول را در رابطه تمرکز مشتری و ارزش شرکت بررسی کنند. پان و همکاران (۲۰۲۰) نشان داده اند ساختار مشتریان می تواند با نوآوری شرکت نیز ارتباط داشته باشد. بنابراین، بررسی متغیرهای واسطه ای مانند نوآوری، کارایی عملیاتی یا محدودیت مالی می تواند سازوکار تأثیرگذاری تمرکز مشتری بر ارزش شرکت را روشن تر سازد.

همچنین می توان پیامدهای تمرکز مشتری برای هزینه سرمایه، ریسک سقوط قیمت سهام، عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود را مطالعه کرد. دهالیوال و همکاران (۲۰۱۶) شواهد مهمی درباره هزینه حقوق صاحبان سهام ارائه کرده اند. مقایسه صنایع مختلف نیز می تواند مشخص کند که آیا اثر تمرکز مشتری در صنایع دارای تعداد محدود خریداران با صنایع دارای بازار گسترده مصرف کنندگان متفاوت است یا خیر.

در مجموع، نتیجه اصلی پژوهش آن است که تمرکز مشتری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مورد بررسی با افزایش ارزش شرکت همراه بوده است. پاتاتوکاس (۲۰۱۲) نیز نشان داده است تمرکز مشتری می تواند تحت شرایطی مزایای عملیاتی ایجاد کند. یافته حاضر بیانگر آن است که روابط با مشتریان عمده، در صورت برخورداری از ثبات و مدیریت مناسب، می تواند به بخشی از سرمایه رابطه ای شرکت تبدیل شود. با این حال، مدیران باید هم زمان با بهره گیری از مزایای روابط پایدار، ریسک وابستگی را نیز کنترل کنند.

منابع

- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (۲۰۱۱). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(۱), ۳۶-۵۵. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>
- Bonacchi, M., Kolev, K., & Lev, B. (۲۰۱۵). Customer franchise—A hidden, yet crucial, asset. *Contemporary Accounting Research*, 32(۳), ۱۰۲۴-۱۰۴۹. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12095>
- Campello, M., & Gao, J. (۲۰۱۷). Customer concentration and loan contract terms. *Journal of Financial Economics*, 1۲۳(۱), ۱۰۸-۱۳۶. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.03.010>
- Cao, Y., Dong, Y., Ma, D., & Sun, L. (۲۰۲۱). Customer concentration and corporate risk-taking. *Journal of Financial Stability*, 54, ۱۰۰۸۹۰. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100890>
- Chiu, T. T., Kim, J. B., & Wang, Z. (۲۰۱۹). Customers' risk factor disclosures and suppliers' investment efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 36(۲), ۷۷۳-۸۰۴. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12447>
- Dhaliwal, D., Judd, J. S., Serfling, M., & Shaikh, S. (۲۰۱۶). Customer concentration risk and the cost of equity capital. *Journal of Accounting and Economics*, 61(۱), ۲۳-۴۸. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.03.005>
- Dyer, J. H., & Singh, H. (۱۹۹۸). The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage. *Academy of Management Review*, 23(۴), ۶۶۰-۶۷۹. <https://doi.org/10.5465/amr.1998.12506322>



- Fauver, L., Hung, M., Li, X., & Taboada, A. G. (۲۰۱۷). Board reforms and firm value: Worldwide evidence. *Journal of Financial Economics*, 125(۱), ۱۲۰-۱۴۲. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.04.010>.
- Ghosh, A., & Fedorowicz, J. (۲۰۰۸). The role of trust in supply chain governance. *Business Process Management Journal*, 14(۴), ۴۵۳-۴۷۰. <https://doi.org/10.1108/14637100810888019>
- Hertzel, M. G., Li, Z., Officer, M. S., & Rodgers, K. J. (۲۰۰۸). Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain. *Journal of Financial Economics*, 87(۲), ۳۷۴-۳۸۷.
- Hui, K. W., Liang, C., & Yeung, P. E. (۲۰۱۹). The effect of major customer concentration on firm profitability. *Review of Accounting Studies*, 24(۱), ۱۸۹-۲۲۹.
- Irvine, P. J., Park, S. S., & Yildizhan, C. (۲۰۱۶). Customer-base concentration and profitability. *The Accounting Review*, 91(۳), ۸۸۳-۹۰۶.
- Izkowitz, J. (۲۰۱۵). Buyers as stakeholders. *Journal of Corporate Finance*, 31, ۵۴-۶۶.
- Jorion, P., & Zhang, G. (۲۰۰۹). Credit contagion from counterparty risk. *The Journal of Finance*, 64(۵), ۲۰۵۳-۲۰۸۷.
- Kalwani, M. U., & Narayandas, N. (۱۹۹۵). Long-term manufacturer-supplier relationships. *Journal of Marketing*, 59(۱), ۱-۱۶.
- Lins, K. V. (۲۰۰۳). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(۱), ۱۵۹-۱۸۴.
- Mehran, H. (۱۹۹۵). Executive compensation structure and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(۲), ۱۶۳-۱۸۴.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (۱۹۸۸). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20, ۲۹۳-۳۱۵.
- Pan, J., Yu, M., Liu, J., & Fan, R. (۲۰۲۰). Customer concentration and corporate innovation. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, ۱۰۱۲۸۴.
- Pandit, S., Wasley, C. E., & Zach, T. (۲۰۱۱). Information externalities along the supply chain. *Contemporary Accounting Research*, 28(۴), ۱۳۰۴-۱۳۴۳.
- Patatoukas, P. N. (۲۰۱۲). Customer-base concentration. *The Accounting Review*, 87(۲), ۳۶۳-۳۹۲.
- Porter, M. E. (۱۹۸۰). *Competitive strategy*. Free Press.
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (۲۰۱۲). Endogeneity in empirical corporate finance. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. ۲). Elsevier.
- Snyder, C. M. (۱۹۹۸). Why do larger buyers pay lower prices? *Economics Letters*, 58(۲), ۲۰۵-۲۰۹.